

2005年第11期  
总第252期

当代财经  
CONTEMPORARY FINANCE & ECONOMICS

NO.11, 2005  
Serial NO.252

# 中国融资结构对 GDP 构成的影响分析

江曙霞, 刁 进

(厦门大学 经济学院 金融系, 福建 厦门 361005)

**摘 要:** 中国的经济增长模式可以概括为一种资本驱动型的增长模式; 中国的 GDP 构成存在不合理之处, 主要表现为第二产业的绝对比重偏高和第三产业的相对比重偏低。中国经济的持续增长有待于 GDP 构成的调整与优化, 而通过融资变革从而实现有效的资本形成机制和配置机制, 正是调整和优化 GDP 构成的重要途径。

**关键词:** 融资结构; GDP 构成; 证券市场; 银行体系

中图分类号: F830 文献标识码: A 文章编号: 1005-0892 (2005) 11-0038-05

按照现代经济增长理论, 资本、劳动、科技、教育以及制度变革是经济增长不可或缺的重要因素。通过表 1 我们发现: 改革开放以来, 资本投入对中国经济增长的贡献度呈不断上升趋势, 并且资本投入对总产出的推动作用超过其他所有要素的总和。在未来的 20 年里, 资本贡献度将超过 60%, 成为中国经济持续增长的主导力量。<sup>[1]</sup>因此我们认为, 中国的经济增长模式可以概括为一种资本驱动型的增长模式。而研究融资结构, 尤其是融资制度的意义正体现于此。

表 1 中国经济增长的因素分析 单位: %

时期 增长因素	1979- 1988	1989- 1998	1999- 2010	2011- 2020
经济增长率	9.15	9.43	6.97	5.15
资本增长率	7.81	10.43	9.20	6.85
资本贡献度	50.20	56.30	60.10	64.40
劳动增长率	2.82	1.45	0.71	0.25
劳动贡献度	6.50	5.20	4.80	1.30

资料来源: 李京文等《中国经济增长分析》, 载《中国社会科学》, 1992 年第 1 期; 武剑《货币政策与经济增长》第 37 页, 上海三联书店 2000 年版。

## 一、融资与 GDP 构成的关系

GDP 构成是指 GDP 增长中三大产业各自所占的比重。尽管改革开放以来融资制度的发展与 GDP 构成的调整已经取得一定程度的进展, 但不论是融资制度的现状还是 GDP 构成的调整取向, 都还不能令人满意。产业结构的调整与升级, 形式上是各产业、部门之间的比重调整与顺序递进, 实质上则体现了生产要素在产业、部门之间的有序流动; 尤其是资本要素, 它不

仅是最重要的核心要素, 而且是其他要素的带动力量。

在一国经济的发展过程中, 各个产业的发展往往是不均衡的, 需要通过融资制度创新下不同时期主导部门渐次更替的过程来实现产业结构的不断优化。具体来说, 融资制度的变革对产业结构的调整主要是通过资金导向机制和优化配置机制来实现。其传递过程(张宗新 2002) 如下: 融资制度创新→储蓄与投资结构变化→资金流量结构发生变化→影响生产要素的分配结构→部门间生产要素流动与重新配置→经济结构优化升级。<sup>[2]</sup>我们知道, 中国经济的持续增长有待于 GDP 构成的调整与优化, 而通过融资变革从而实现有效的资本形成机制和配置机制, 正是调整和优化 GDP 构成的重要途径。

## 二、中国 GDP 构成的现状

随着中国经济的不断发展, 尽管第一产业的重要性依然不减, 但其在中国 GDP 构成中的绝对比重已经由 20 世纪 80 年代初的 33% 左右降至 2003 年的 15% 左右; 而第二产业和第三产业的比重则保持了上涨的势头, 且分别为中国当前和未来经济增长的主导力量。其主要体现在: 首先, 由于长期以来中国实行的是以工业化增长为导向的策略, 第二产业就一直是中国经济增长的主要源泉; 从当前来看, 第二产业对中国经济增长的推动作用第一位的。其次, 通过对发达国家 GDP 构成的考察发现, 发达国家第一产业在 GDP 构成中所占的比重在 2000 年就已下降到 5% 以下, 而第三产业比重已超过 60%, 第三产业已成为推动发达国家经济增长的最主要动力; 从长远来看, 第三产业将成为推动中国经济增长的第一位因素。因此, 我们认

收稿日期: 2005-08-20

基金项目: 教育部人文社科基地重大项目(05JJD790026); 厦门市科技局 2005 年软科学项目

作者简介: 江曙霞, 经济学博士, 厦门大学经济学院金融系教授, 博士生导师, 主要研究方向为金融理论与政策、地下金融、社会信用; 刁 进, 厦门大学经济学院金融系硕士, 主要研究方向为金融理论与政策、金融监管。

为, 暂不考虑第一产业的影响而选取 GDP 中第二产业增加值与第三产业增加值的比值  $Y$  ( $Y = \text{GDP 中第二产业增加值} / \text{GDP 中第三产业增加值}$ ), 作为衡量 GDP 质量的指标是可行的, 可以反映真实的 GDP 构成。

观察改革开放以来中国的  $Y$  值变化 (见图 1), 我们可以发现: 20 世纪 80 年代  $Y$  值保持了下降的趋势, 但在 90 年代初开始出现反弹, 并在 90 年代中后期基本保持稳定。

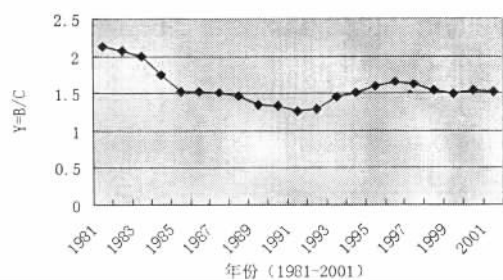


图1 中国的  $Y$  值 (GDP 中二产与三产的比值)

同时, 我们观察美国的  $Y$  值变化 (见图 2) 可以发现: 从 20 世纪 60 年代至今, 美国的  $Y$  值一直保持了下降的趋势。

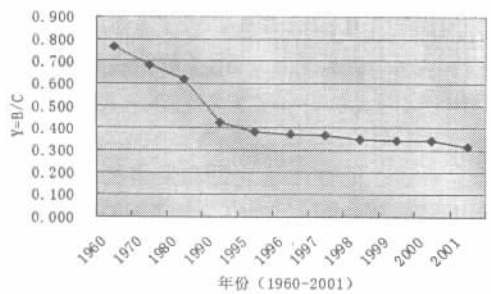


图2 美国的  $Y$  值 (GDP 中二产与三产的比值)

世界银行的《世界发展报告》1999 年和 2000 年的统计数据显示, 中国的 GDP 构成中第二产业所占的比重分别为 49.4% 和 50.9%, 而这两个数字均为所有国家中的最高值。由此笔者认为, 中国的 GDP 构成存在不合理之处, 主要表现为第二产业的绝对比重偏高和第三产业的相对比重偏低。为什么会出现这种现象? 本文主要从投融资的角度去寻找问题的答案。

### 三、中国融资体系中存在的三个待改进之处

#### (一) 中国国债投向作用于 GDP 构成分析

世界各国的发展历史告诉我们, 政府投资是推动经济发展的重要力量。而这其中, 国债的发行和使用又占有非常重要的地位。中国实行的大规模发行国债的积极财政政策的实践表明, 国债是引导投资方向和

调整 GDP 构成的重要途径。

通过对 1998-2001 年连续四年国债发行与投资状况的分析, 我们可以发现: 1998 年以来, 为刺激内需, 中国连续四年共发行 5100 亿特别长期国债, 主要用于基础产业和基础设施方面的建设。首先, 大规模的国债资金的注入, 产生了巨大的经济效益和社会效益, 直接加快了基础产业和基础设施建设的发展; 并成功抵御了同时期亚洲金融危机对中国的冲击, 使中国经济在世界经济普遍下滑的背景下仍保持了快速发展。根据国家发改委的估计, 1998-2001 年国债项目投资分别拉动经济增长 1.5 个百分点、2.0 个百分点、1.7 个百分点和 1.8 个百分点; 且连续四年国债所投五大行业的基本建设投资增幅高出同期全国平均水平, 分别达到 15.6 个百分点、4.2 个百分点、4.4 个百分点和 0.7 个百分点。<sup>[3]</sup>其次, 积极财政政策下的国债投资不仅直接解决了长期处于滞后状态的基础设施项目的投资需求, 还带动大量配套资金的投入。1998 年以来, 国债项目带动地方、部门、企业投入配套资金和银行安排贷款大约 10000 亿元。发行长期建设国债不仅将部分储蓄迅速转化为投资, 也带动了生产资料和建筑市场的强劲复苏。由于国债投向的重点是基础产业和基础设施建设, 工业获得了长期稳定的快速增长。

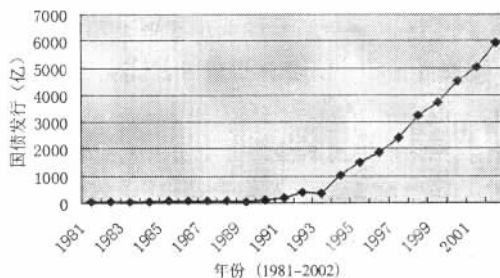


图3 1981-2002 年中国国债的发行规模

图 3 反映了 1981-2002 年中国国债发行规模的递增路线。对比图 3 和图 1, 笔者观察到这样一个现象: 中国的  $Y$  值由 20 世纪 80 年代初的下降趋势开始出现反弹的时间拐点大约出现在 1993 年, 而国债的大规模发行时间也出现在这前后, 两者在时间上基本一致。笔者认为, 两者的时间一致并非巧合, 也就是说, 国债的大规模发行在实质上影响了  $Y$  值的变化。一言以蔽之, 长期以来国债的主导投向是基础产业和基础设施建设 (见表 2), 其对 GDP 构成的影响主要表现为间接地为第二产业提供了必要的基础设施建设, 有效地促进了第二产业以高于第三产业的增长速度快速发展。而且, 国债投资有相当大的倍数放大效应, 也就是说,

基于其政府型投资的高信用度，国债投资可以引导和带动大量的非政府投资，改变社会资金的产业投向，从而进一步拉大了第二产业和第三产业的发展差距。<sup>[4]</sup>

表 2 2002 年国债使用分配表

项目	金额(亿元)
生态项目(尤其是长江中下游干堤加固,天然林资源保护,退耕还林等农林水利)	380
交通能源,基础设施项目(尤其是青藏铁路,西部通州县公路,贫困县道路,农村电网改造)	460
环保,城市基础设施,中央储备粮库的建设	170
支持技术进步和产业升级	170
教育,卫生,旅游,公检法司	130
中西部地区新开工项目的建设	180

资料来源:上海财经大学投资研究所《2003 中国投资发展报告》第 128 页,上海财经大学出版社,2003 年。

(二) 证券市场融资作用于 GDP 构成分析

证券市场是在市场经济条件下实现资本有效配置的重要机制。普遍的观点认为,经济增长所带来的现代化和金融体系的发展,将成为促进证券市场发展的重要因素。但作为一种被寄予厚望的融资方式,中国证券市场的发展还只能说是刚刚开始。世界银行对中国资本市场状况所作的判断是:当前中国的资本市场尚不能发挥资本市场的基本功能,其原因在于中国资本市场依托的仍是一个具有众多非市场经济因素的环境,其中突出的因素之一是国有企业的无风险经营。表 3 通过考察中国境内股票筹资额(S)和银行贷款增加额(B)的比率,来分析目前中国股票市场的融资规模;显然地,S/B 值很小。如此低的 S/B 值说明了股票融资对 GDP 构成的影响力极其有限,在近两年股市低迷、股票融资额增速回落的大环境下尤其如此。

企业债券融资在中国是先于股票融资获得管理层鼓励认可的,因为发行债券融资不会改变国有企业的所有制形式。早在 1987 年 3 月,国务院就颁布了《企业债券管理暂行条例》,开始对企业债券进行统一管理。所以,在股票融资还存在争议的时候,企业债券已经起步并初具规模。但是从图 4 可以看出,中国企业债券融资的规模也很有限,18 年间的最高发行额竟是 1992 年的 683.71 亿元;自 1993 年以后,企业债券融资额开始回落,而且始终徘徊不前,债券融资占全部企业外部融资比重很小。<sup>[9]</sup>究其原因,主要体现在:(1)国有企业作为发债主体缺乏足够的信誉,这是制约企业债券市场发展的直接原因。而 1993 年开始的大规模国债的顺利发行,也恰恰反映了融资主体信誉对融资成功与否所起到的关键作用。(2)政府推行“重股轻债”的发展策略,其焦点往往集中在如何发展股票市场,而企业债券市场建设却得不到足够的政策支持。

(3) 企业债券二级市场的建设相当滞后,导致企业债券的流动性差,对投资者缺乏吸引力。总体而言,企业债券融资对中国的 GDP 构成也难以产生实质性影响。

表 3 中国境内股票筹资额和银行贷款增加额的比率统计

(1993-2003)			
年份	股票筹资额(S, 亿元)	银行贷款增加额(B, 亿元)	S/B (%)
1993	314.54	6335.4	4.96
1994	138.05	7216.62	1.91
1995	118.86	9339.82	1.27
1996	341.52	10683.33	3.2
1997	933.82	10712.47	8.72
1998	803.57	11490.94	6.99
1999	897.39	10846.36	8.27
2000	1541.02	13346.61	11.55
2001	1182.13	12439.41	9.5
2002	779.75	18979.2	4.11
2003	823.1	27702.3	2.97

资料来源:《中国统计年鉴》(1998-2004)。

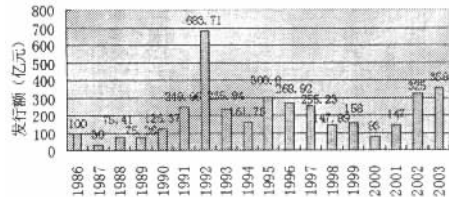


图 4 1986-2003 年中国企业债券发行额

资料来源:《上海历年证券发行情况统计表统计》,《深圳历年证券发行情况统计表统计》,www.bjinfobank.com

综上所述,证券市场建设和发展的相对落后制约了证券市场融资作用的发挥,使得企业的外部融资渠道受到限制。从企业融资需求的角度看,目前中国经济发展仍存在融资缺口。这其中除经济转轨的体制原因以外,证券市场不发达也是一个主要原因。目前中国证券市场的融资规模尚不足以弥补经济体制转轨过程中出现的融资缺口,而大力发展证券市场,为企业的外部融资提供了一个有效的场所,正是弥补中国经济发展融资缺口的良好途径。从改善 GDP 构成的角度看,证券市场的发展可以为大量出现在第三产业中的新兴、重点行业和企业提供更多的外部融资机会,通过微观企业的发展带动整个行业的发展,并最终通过第三产业整体的快速发展实现中国 GDP 构成的优化。目前中小企业创业板的建设和发展就是一个很好的开端。

(三) 银行体系融资作用于 GDP 构成分析

从规模上看,中国的经济增长对银行贷款的依赖度很高。以 2003 年为例,全年投资总规模从 2002 年的 4.3 万亿元增加到 5.3 万亿元,而 2003 年全年银行



贷款却增长了 2.2 万亿元；也就是说，在所有新增的投资当中，自有资金的比率其实很低，很多项目的自有资金比率都不到 10%，而银行信贷融资的比重却占据绝对优势。可见，要优化当前的 GDP 构成，改善银行信贷的投向可以起到决定性作用。

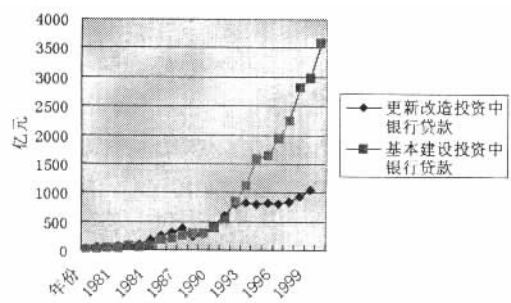


图 5 银行信贷的投向

资料来源：《中国历年按资金来源和隶属关系分的更新改造投资统计（1978-2000）》，《中国历年按资金来源和隶属关系分的基本建设投资统计（1978-2000）》，www.bjinfobank.com

图 5 反映了 1978 年以来中国的银行信贷资金在更新改造项目和基本建设项目中投入的不同增长趋势。通过观察我们可以很明显地看到图 5 与图 1、图 3 的联系：在整个 80 年代，更新改造项目贷款和基本建设项目贷款的增长速度相差都不大；但是从 1993 年前后以来，银行信贷资金投向基本建设项目的增幅显著增长，而同时期投向更新改造项目的增幅则继续保持小幅攀升。原因如下：(1)1993 年以来国债大规模发行所筹集的资金主要投向了基础产业和基础设施建设，而国债项目所具有的收益稳定、风险小的特点吸引了大量的银行资金也跟随进入基础产业和基础设施建设领域。(2)随着改革开放的深入，地方政府为追求短期政绩而纷纷上马所谓的“政绩工程”，加上银行分支机构对地方政府的实质隶属关系，大量的银行贷款进入“政绩工程”领域，而这些项目多为非地方百姓所急需的基础设施建设和大型工业项目。(3)国企改革和国企脱困是中国政府的重要经济任务之一，因此，作为国有独资的四大银行，将自己的大量贷款投放给急需资金的国有大中型企业也成为必然的选择。由于国企改革的重点多为工业性的国有企业，因此，银行信贷资金再一次主要投向了第二产业。但是，我们必须清醒地认识到，随着经济的全球化以及中国加入 WTO，第二产业的潜在增长性将远不如第三产业，第三产业的兴衰将成为决定中国经济能否继续保持快速稳定增长的关键性因素。鼓励银行将信贷资金向第三产业倾斜，尤其是要为以新兴、重点产业为主营的中小企业提供资

金支持，这样才能使中国经济的增长方式逐渐转向技术型和集约型。

#### 四、结论及对策

##### (一) 基本结论

第一，中国劳动力成本低，劳动密集型产业占优势的国情以及长期以来的工业化经济增长策略，决定了我国 GDP 构成中第二产业占了最大比重的现实。但通过发达国家的发展历程我们可以发现，第三产业已成为当前世界经济的最佳增长点，大力发展第三产业也应该是中国优化 GDP 构成，实现产业升级的方向所在。

第二，20 世纪 90 年代初期开始的国债大规模发行以及国债对基础产业和基础设施建设的大规模投入，保证了中国经济的良好发展，但现在已经到了需要调整国债投资方向的时候了。今后的国债使用，除保证必要的尚未完工的基础设施项目和农业发展所需要的资金以外，应重点加大国债对企业技术改造和社会保障等方面的投资力度；企业的技术改造可以促进产业升级，而做好社会保障更是一举多得。

第三，现阶段我国证券市场的发展还存在很多问题，直接融资占企业全部外部资金需求的比率还很低，尚不足以影响我国的 GDP 构成。但必须看到，证券市场发展的前景是美好的；不断完善证券市场的制度架构、努力扩大证券市场的规模，是我们未来发展证券市场的方向，也是未来调整 GDP 构成的有效途径。

第四，现阶段我国企业资金的主要来源依然是银行贷款，而银行贷款投放的主要对象也集中于工业项目和大型国有企业，对新兴、重点产业和成长型企业的支持力度不足。可以说，银行资金投向是整个融资体系中对 GDP 构成影响最大的因素，转变银行资金投向必将有效地改善中国的 GDP 构成。

##### (二) 对策建议

首先，成立国债扶持基金，用以支持产业升级以及新兴、重点产业的发展。鼓励银行对受扶持的产业进行贷款，并用国债扶持基金对这些贷款进行贴息，以达到企业有资金上好项目、银行就这些项目发放贷款实现赢利、国家产业结构得到改善的多赢目的。

其次，尽快解决股市的遗留问题，创造一个良好的资本市场融资环境；加快创业板的发展，鼓励和扶持优秀企业，尤其是新兴、重点行业的好企业在创业板上市，拓宽这些企业的融资渠道。同时要加快企业债券市场和产业投资基金的建设，为资本市场的良好运作和发展打下全面和坚实的基础。

再次, 加快商业银行的股份制改革步伐, 改变商业银行不明晰的所有权结构和不完善的公司治理结构, 从而保证银行的信贷实力更加强大, 保证银行信贷投向的决策更加合理。而这些都将有助于建立强大稳定的银行体系以应对外资银行进入的冲击, 同时也可以促使银行资金更多地投入效率更高的第三产业, 从而使中国的 GDP 构成更加合理。

最后, 拓宽民间投资的资金筹集渠道。办法有三: (1) 要加快金融业对内开放步伐, 积极发展非国有的地方银行和中小金融机构; (2) 国有商业银行要切实发挥好其内部中小企业信贷部门的职能, 积极对符合产业升级政策又有效益的民营企业提供金融服务; (3) 支持符合条件的民营企业尤其是民营高科技企业发行企业债券或者上市融资, 改变目前资本市场歧视民营企业的状况。民营企业的发展无疑能增进中国 GDP 构成调整的市场调节作用。

需要指出的是, 本文虽旨在研究通过各种融资投向的转变来优化 GDP 构成, 但关于融资结构本身的不合理也应给予重视。过分依赖银行贷款使企业的经营风险大量转移到银行体系, 因而增加了金融体系的总

体风险; 而金融体系风险因素的增加反过来又影响融资结构的变化。可见, 融资结构的优化应是与 GDP 构成的优化同时进行的。根据发达国家的发展经验, 中国未来融资体系的方向也必然是以直接融资为主; 但中国国情决定了这个周期还很长, 是一个循序渐进的过程。

#### 参考文献:

- [1] 王 昕. 中国直接融资方式的发展[M]. 北京: 中国计划出版社, 2000.
- [2] 张宗新. 中国融资制度创新研究[M]. 北京: 中国金融出版社, 2003.
- [3] 周冯琦. 中国产业结构调整关键因素[M]. 上海: 上海人民出版社, 2003.
- [4] 国家统计局固定资产投资统计司. 中国投资问题新聚焦[M]. 北京: 中国统计出版社, 2004.
- [5] 上海财经大学投资研究所. 2003 中国投资发展报告[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2003.

责任编辑: 魏 琳

(上接第 32 页) 产生较明显的影响, 尽管在量级上不大; 而对投资者开户数及沪市市价总值均无明显影响。

#### 注 释:

① 对于一组基金而言, AR 是指组内日均超额收益率, 它等于组内所有单只基金的当日 AR 之和除以组内基金数量; 而 CAR 等于某个时间段内所有组内日均超额收益率之和。

② 我国 GDP 季度数据的统计始于 1994 年。鉴于 GDP 月度数据的不可得性, 为保证数据频度的一致, 我们采取如下处理方法: 工业总产值基本可以反映整个经济的景气状况, 在很大程度上与 GDP 同步变化, 因此我们以工业总产值为权重, 对 GDP 的季度数据进行了调整。见谷京萍 (2001) 对 GDP 数据的处理。<sup>[10]</sup>

③ 在回归分析中, 基金发行额和基金总资产数据包括了开放式基金。

#### 参考文献:

- [1] Beck, T., R. Levine. Legal Institutions and Financial Development[R]. Working Paper, 2003.
- [2] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Legal Determinants of External Finance[J]. Journal of Finance 1997, 52: 1131~1150.
- [3] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Law and Finance[J]. Journal of Political

Economy 1998, 106: 1113~1155.

[4] La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Investor Protection and Corporate Governance[J]. Journal of Financial Economics 2000, 58: 3~27.

[5] Roe, Mark J. Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance [M]. Princeton: Princeton University Press, 1994.

[6] Pagano, Marco, Paolo Volpin. The Political Economy of Finance[J]. Oxford Review of Economic Policy 2001, 17: 502~519.

[7] Rajan, Raghuram G., Luigi Zingales. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century[J]. Journal of Financial Economics 2003, 69: 5~50.

[8] Berkowitz, Daniel, Katharina Pistor, Jean-Francois Richard. Economic Development, Legality, and the Transplant Effect [J]. European Economic Review, 2003, 47: 165~195.

[9] Pistor, K., M. Raiser, S. Gelfer. Law and Finance in Transition Economies [J]. The Economics of Transition 2000, 8: 325~368.

[10] 谷京萍. 企业信贷需求对货币需求的影响[R]. 北京大学中国经济研究中心硕士研究生毕业论文, 2001.

责任编辑: 魏 琳